

金属价格企稳但潜在二次通胀风险仍存，警惕流动性风险对金价的致命打击

摘要：上周海外降息预期进一步修正，9月CPI全面高于预期，同时多名联储官员表态降息可能会低于此前市场的预期，市场降息预期全面调整，10年期美债收益率回到4.1%附近，市场对短期经济增长的动能也有所改善，铜价随之企稳回升，不过我们并不认为美国的数据会持续走强，需要考虑后续再度转弱使得降息预期重新回升的可能。

金属市场周报

2024. 10. 7-2024. 10. 11

核心观点

1、上周贵金属及铜价均呈先抑后扬。

贵金属方面，上周COMEX黄金小幅上涨0.04%，白银下跌2.19%；沪金2412合约上涨0.11%，沪银2412合约下跌1.37%。主要工业金属价格中，COMEX铜、沪铜分别变动-1.61%、-2.04%。

2、降息预期继续修正，铜价企稳回升

上周海外降息预期进一步修正，9月CPI全面高于预期，同时多名联储官员表态降息可能会低于此前市场的预期，市场降息预期全面调整，10年期美债收益率回到4.1%附近，市场对短期经济增长的动能也有所改善，铜价随之企稳回升，不过我们并不认为美国的数据会持续走强，需要考虑后续再度转弱使得降息预期重新回升的可能。

3、潜在二次通胀风险仍存。

上周美国CPI及PPI数据均超出市场预期，市场对于年内的降息预期再度修正，而可能出现的二次通胀风险随之显现，贵金属价格由此企稳回升。在降息预期不断反复的情形下，无论是二次通胀或是软着陆预期，金价都仍有一定的上行空间，需要警惕的是美国可能出现的流动性风险，这将对金价产生致命打击。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价先抑后扬，整体维持宽幅震荡格局。上周海外降息预期进一步修正，9 月 CPI 全面高于预期，同时多名联储官员表态降息可能会低于此前市场的预期，市场降息预期全面调整，10 年期美债收益率回到 4.1%附近，市场对短期经济增长的动能也有所改善，铜价随之企稳回升，不过我们并不认为美国的数据会持续走强，需要考虑后续再度转弱使得降息预期重新回升的可能。

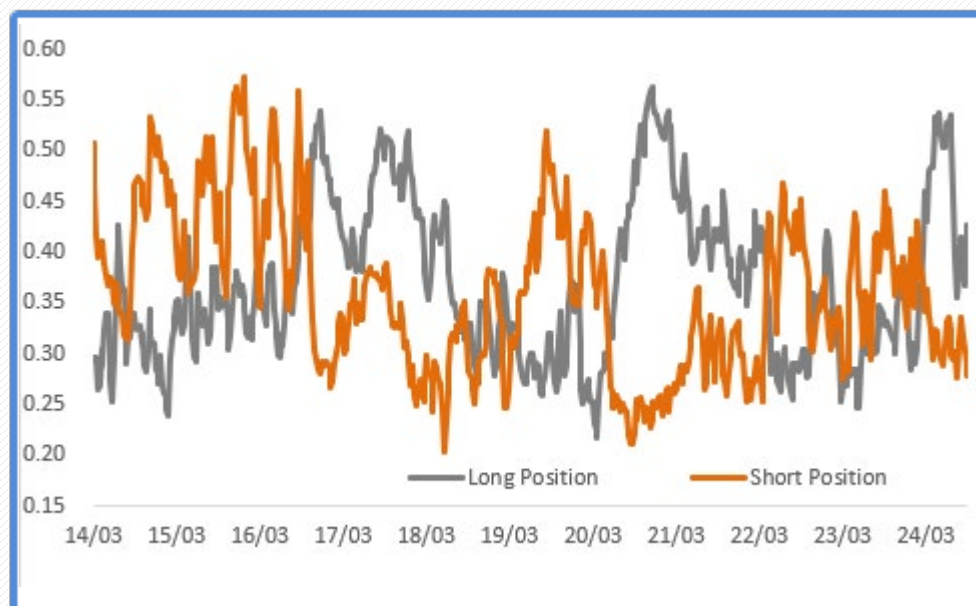
上周 SHFE 铜价高位震荡，周中的发改委会议并没有公布任何实质性的经济支持措施一度对市场情绪形成了较大的打压，但周后期财政部会议时间敲定，市场又重新对政策有了期待。从周末财政部会议来看，虽然并没有提及实际措施及规模，但是整体发改委的会议更加务实，估计对市场中性偏多。目前铜价上涨的宏观与微观基础相较于上半年的上涨更加扎实，这决定了铜价的下方支撑会更加牢固，10000 美元/吨左右是相对合理估值。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。目前 COMEX 铜库存来到 7.5 万吨水平，上周交仓甚至有加速迹象。有传言表示，COMEX 铜的交仓可能持续至年底，如果真的如此，那么月差还是将以 contango 为主，并没有太好的机会。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线近端呈现 Back 结构、远端维持 contango 结构。节后沪铜还未见去库，但去库还是主要方向。因此我们认为月差还是可以有一定的行情可以期待，当然月差的上限不会太高，会受到进口的抑制，同时目前价格上涨至相对高位，对下游采购可能会有一定影响。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比继续回升，与价格反弹匹配，预计中国一系列政策落地后，多空双方的博弈会更加显著。

图 1：CFTC 基金净持仓

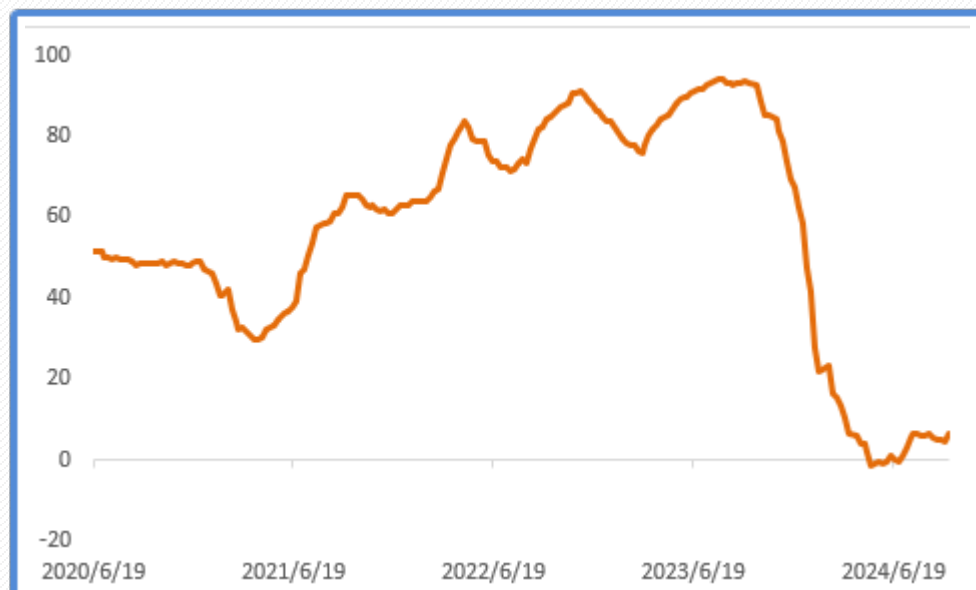


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 7.8 美元/干吨，较上周涨 1.8 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度有所降低，现货市场整体偏冷清，本周现货 TC 依旧维持上涨态势，但是交易有限。供应端维持稳定，需求端库存充足，市场参与者普遍关注明年的长协谈判，矿山与中国冶炼厂依旧处于博弈中，还需继续推进。

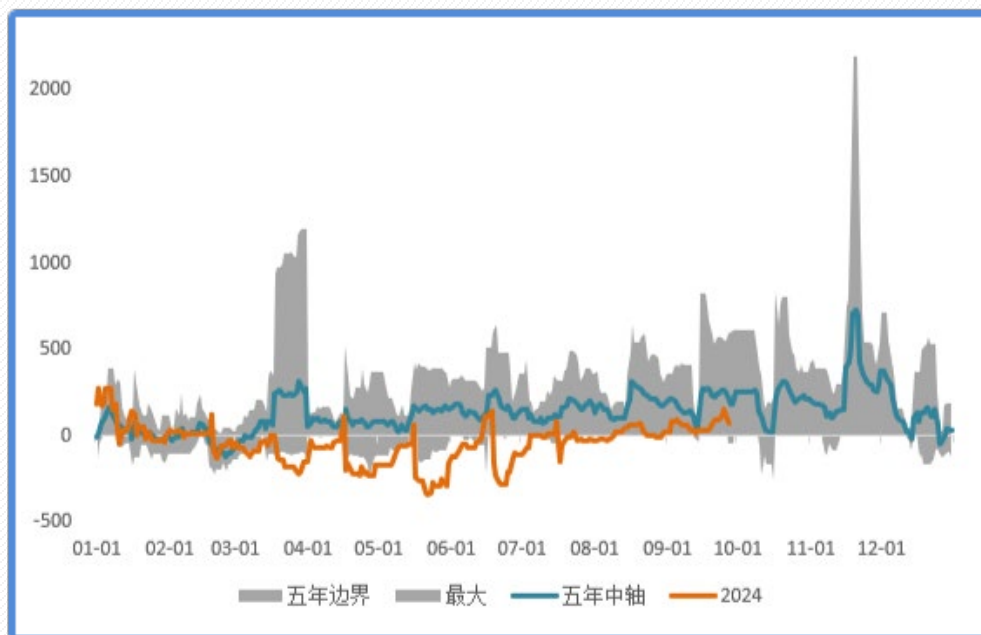
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，节后归来，虽铜价表现高位回调，但仍未达到部分加工企业采购心理价位，谨慎观望情绪有所显现，日内采购需求以刚需接货生产为主，同时持货商反馈现货成交氛围较为一般，整体市场消费平平。下周临近交割换月，近月合约维持小幅 BACK 结构，且节假日后市场累库幅度较小，部分持货商仍存挺价情绪，但需注意目前进口窗口维持打开，进口铜清关流入仍存增量，因此下周现货升贴水或表现先抑后扬走势，整体预计运行于贴 50~升 100 元/吨区间。

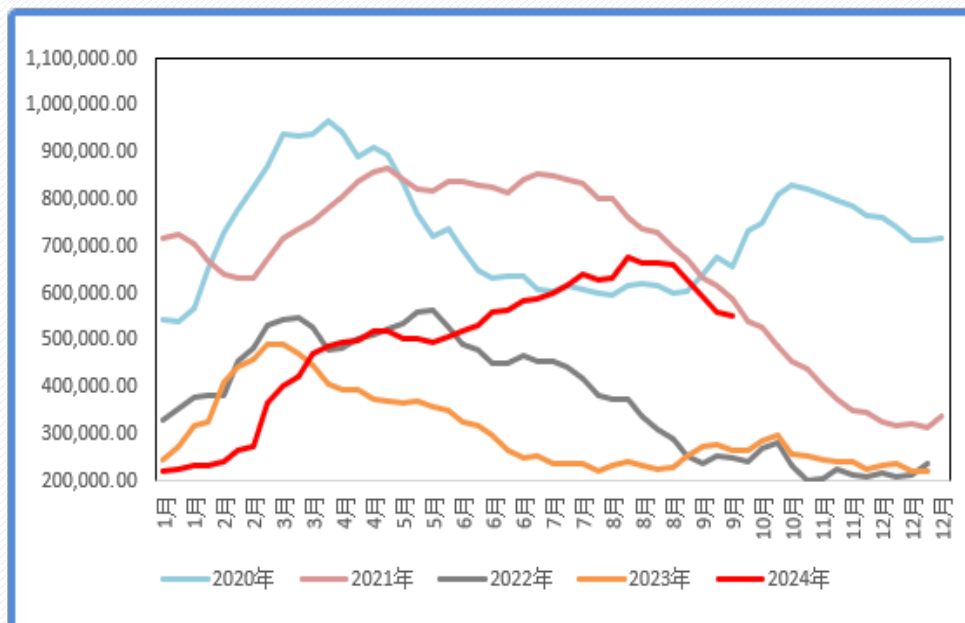
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 20.42 万吨，较 30 日增 4.08 万吨，较 8 日增 0.49 万吨；本周上海市场库存表现累库，但累库幅度相对有限，节假日期间进口铜及国产有所到货，加之下游消费表现较为一般，库存因此增加，但值得注意的是，周内部分进口铜到期延误，未能及时入库，后续仍有进口铜到货流入。广东市场库存节后增加较为明显，主因冶炼厂及进口铜到货较多，仓库入库明显高于出库，库存累库幅度较高。

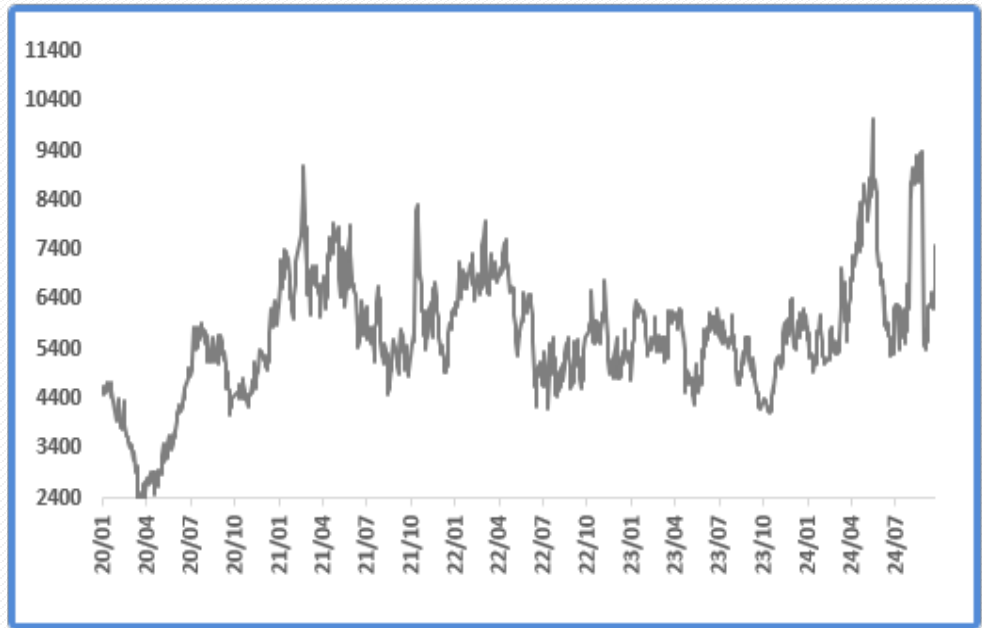
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数较节前基本持平，但华南市场下降明显；精铜杆企业节后陆续恢复，节后补库有所体现；再生铜杆企业原料依旧紧张，市场多为贸易商出货；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度双双收窄，再生铜经济效益有所回落。随着复产进程的推进，精铜杆企业的生产有望进一步提升，不过一些企业依然对后续生产有所担忧，主要是价格上涨后新订单减少所带来的后续交易的担忧，因此后续可能出现一定程度的降价销售的情况。再生铜杆企业生产压力较大，尤其是原料端的供应压力依然明显，因此短期内企业的复产进度依然有一定的限制，低产的表现还将延续。从消费角度来看，市场交易表现平稳，不过增长压力受价格影响的情况仍将延续。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 黄金价格小幅反弹, 白银价格回落。COMEX 金银于 2619-2679 美元/盎司、30.3-32.6 美元/盎司区间内运行。上周美国 CPI 及 PPI 数据均超出市场预期, 市场对于年内的降息预期再度修正, 而可能出现的二次通胀风险随之显现, 贵金属价格由此企稳回升。

贵金属价格监控

2024/10/11	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2655.0	2647.1	0.3%
COMEX 白银	31.5	32.2	-2.1%
伦敦金现	2648.8	2650.1	0.0%
伦敦银现	31.2	32.1	-2.7%
SHFE 黄金	595.0	595.3	-0.1%
SHFE 白银	7676.0	7755.0	-1.0%
上金所黄金 T+D	597.0	595.2	0.3%
上金所白银 T+D	7648.0	7765.0	-1.5%

（二） 比价与波动率

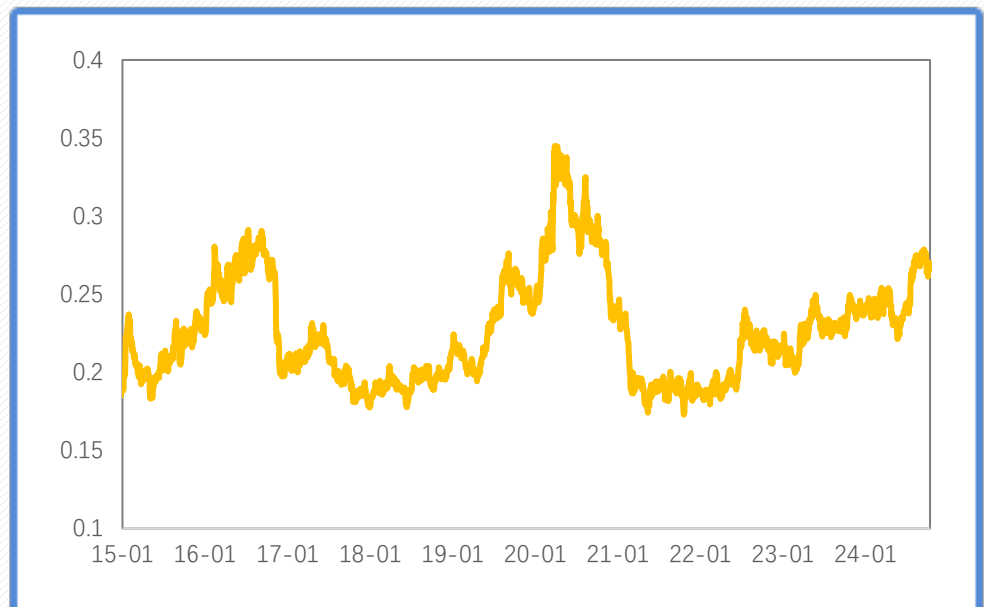
上周，黄金价格上涨，白银价格下跌，金银比较前期震荡上行；铜价下跌，金铜比震荡上行；原油价格较前期上涨，涨幅强于黄金，金油比较前期震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



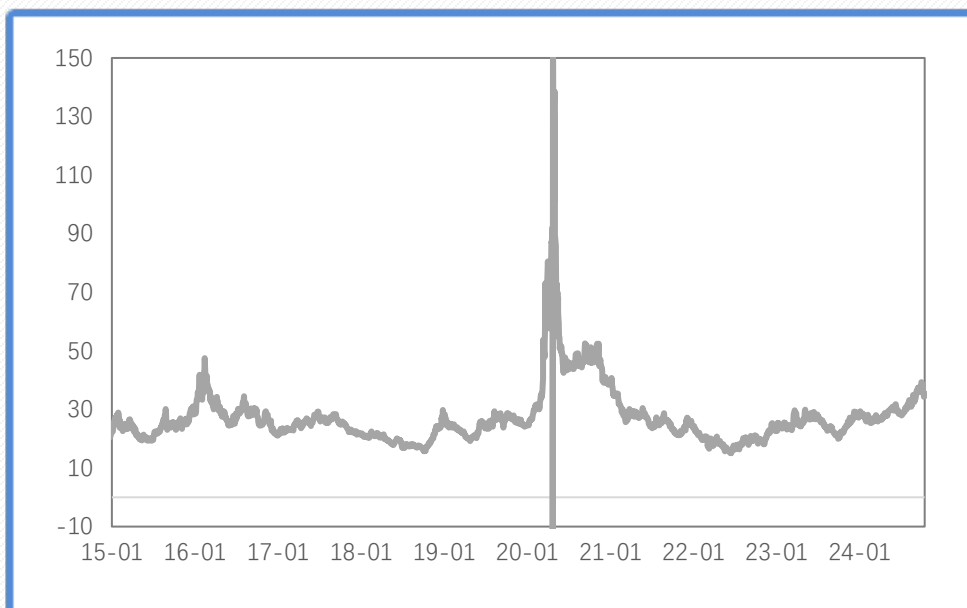
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

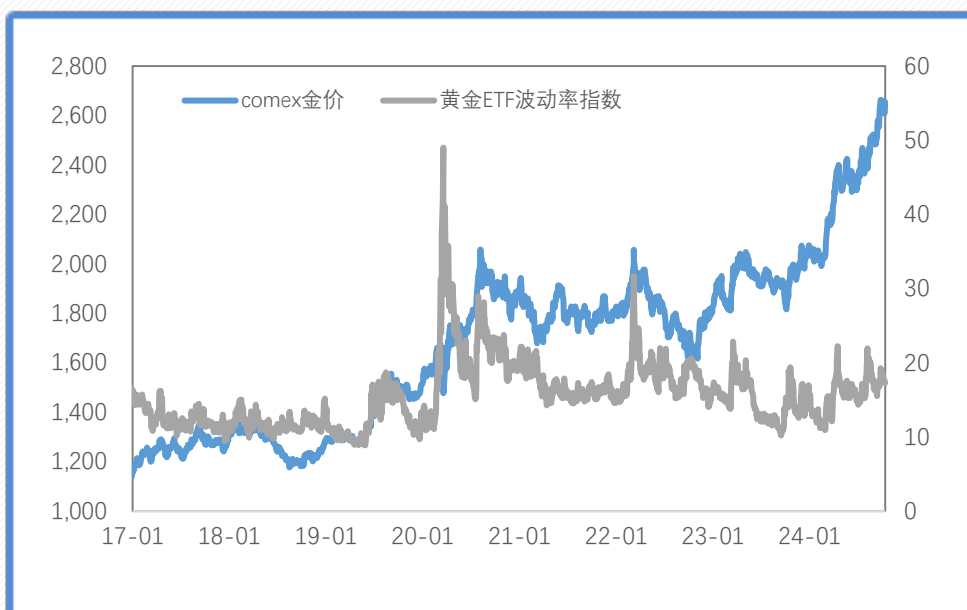
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落，市场的恐慌情绪持续减弱，避险需求减少。

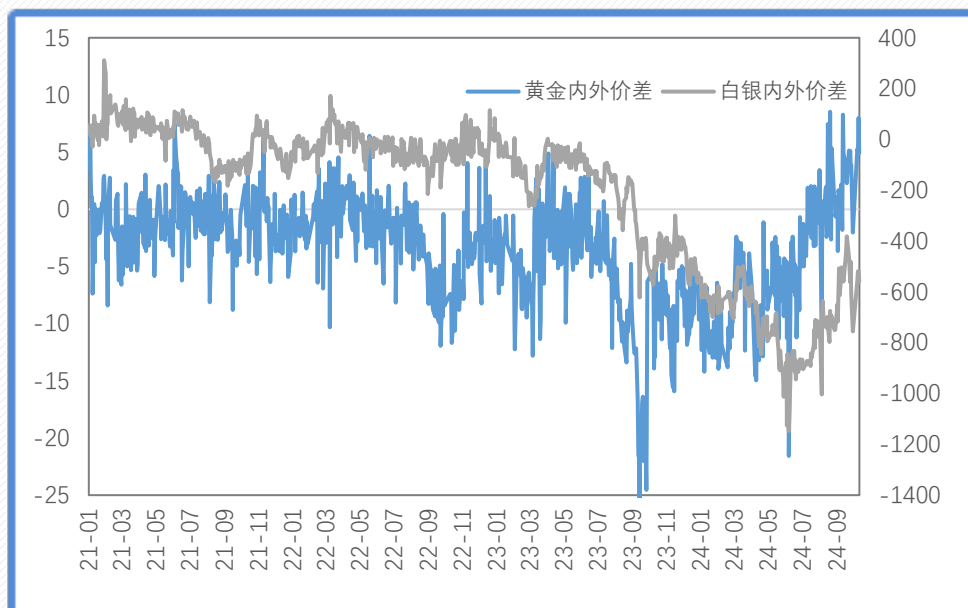
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

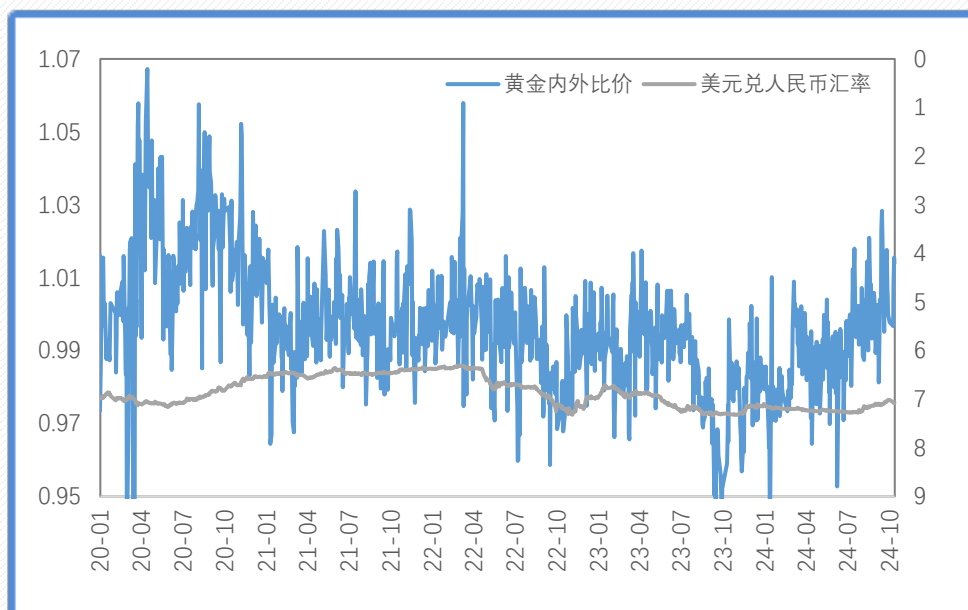
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差较前期有所增加，白银内外价差有所减小；黄金与白银内外比价增大。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

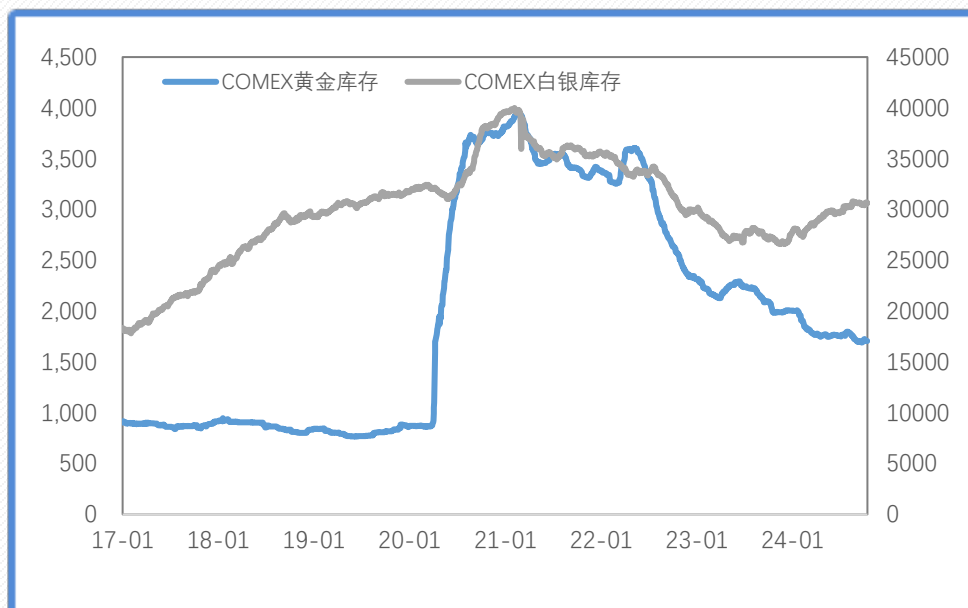


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

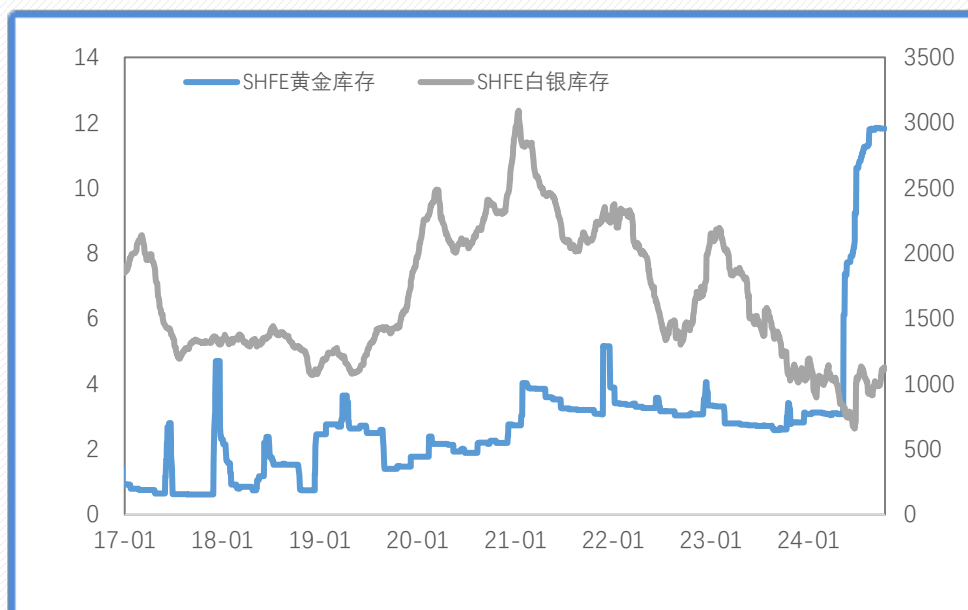
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1705 万盎司，环比减少约 0.1 万盎司，COMEX 白银库存约为 30601 万盎司，环比减少约 57.9 万盎司；SHFE 黄金库存维持在 11.8 吨左右，SHFE 白银库存约为 1113 吨，环比增加约 1.1 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

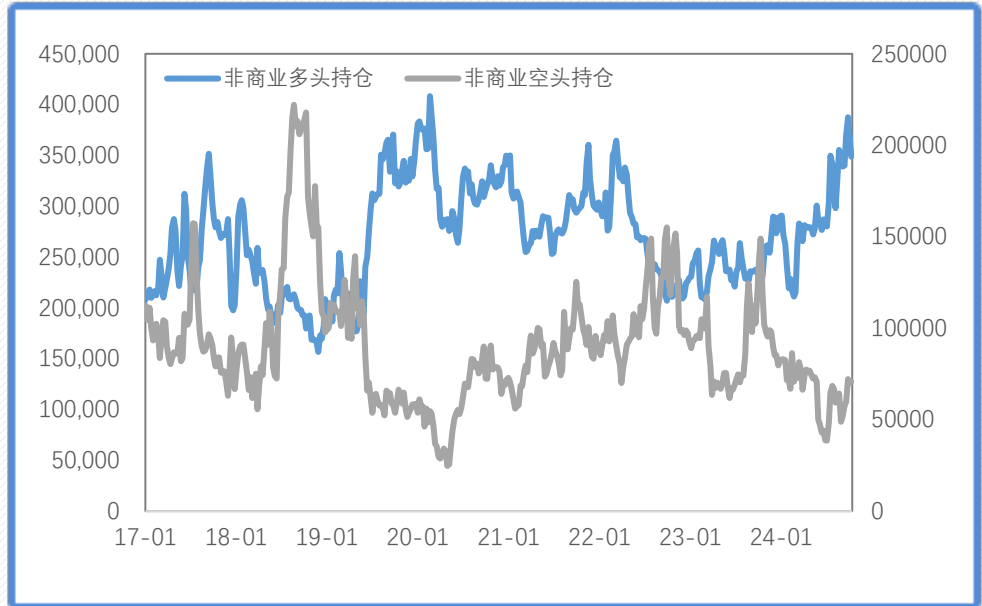
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 1.7 吨至 878 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 112.1 吨至 14621 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 42 万手, 其中非商业净多持仓减少 21160 手至 34.9 万手, 空头持仓增加 591 手至 7.1 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减小至 67.1% 附近, 非商业空头持仓占比增加至 13.6% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



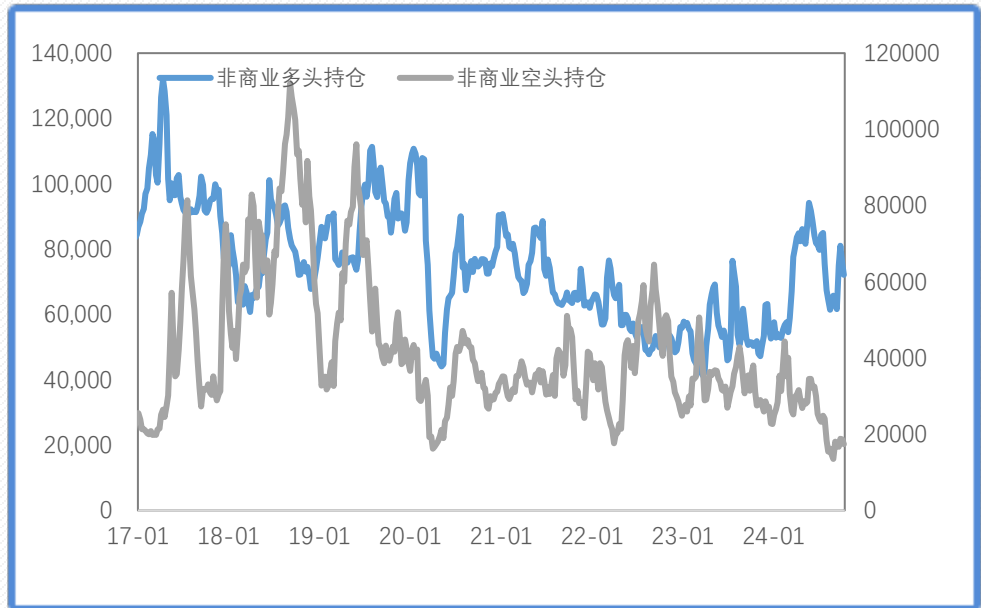
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



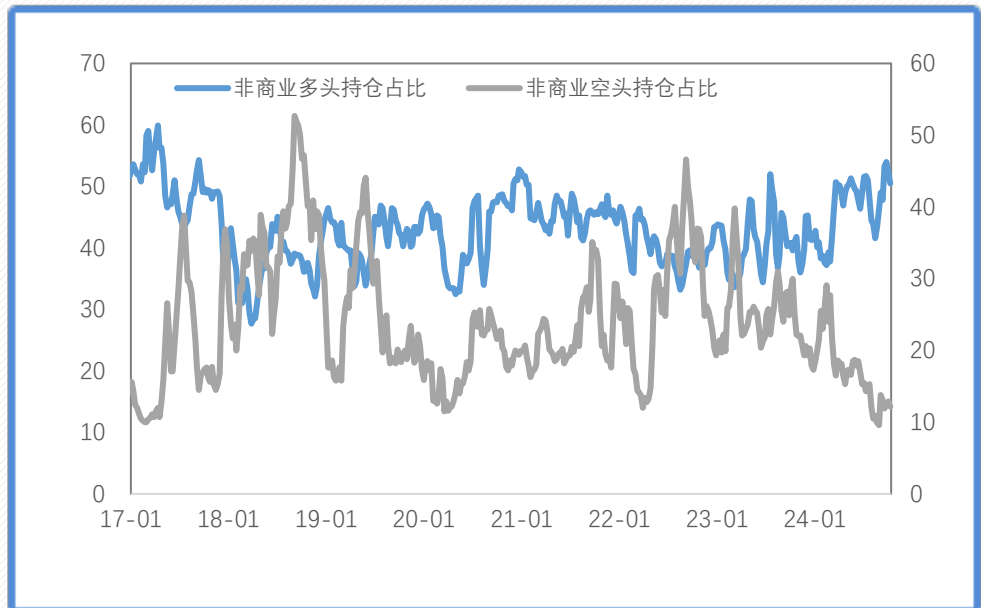
数据来源: Wind

图 16: COMEX 白银持仓



数据来源: Wind

图 17: COMEX 白银持仓占比



数据来源: Wind

从周末财政部会议来看，虽然并没有提及实际措施及规模，但是整体发改委的会议更加务实，估计对市场中性偏多。目前铜价上涨的宏观与微观基础相较于上半年的上涨更加扎实，这决定了铜价的下方支撑会更加牢固，10000 美元/吨左右是相对合理估值。

在降息预期不断反复的情形下，无论是二次通胀或是软着陆预期，金价都仍有一定的上行空间，需要警惕的是美国可能出现的流动性风险，这将对金价产生致命打击。



关注及风险提示

美国通胀预期，零售销售数据，欧央行利率决议等。

第三方内容免责声明

所有意见表达反映了作者的判断，可能会有所变更，且并不代表芝商所或其附属公司的观点。内容作为一般市场综述而提供，不应被视为投资建议。信息从据信为可靠的来源获取，但我们并不保证内容是准确或完整的。我们不保证提到的任何走势将会继续或预测将会发生。过往业绩并不预示将来结果。本内容不得被解释为是买卖或招揽买卖任何衍生品或参与任何特定交易策略的推荐或要约。如果在任何司法辖区发布或传播本内容会导致违反任何适用的法律法规，那么，本内容并不针对或意图向在该司法辖区的任何人发布或传播。